EX-99.3 5 dex993.htm LETTER FROM RICHARD H. WALKER

Exhibit 99.3

Richard H. Walker
General Counsel

Deutsche Bank AG
Legal Department
60 Wall Street, MS NYC60-3601
New York, NY 10005

Tel 212-250-8200
Fax 212-797-4569

richard.h.walker@db.com

January 29, 2008

Mr. Gary C. Dunton
Chief Executive Officer and President
MBIA Inc.
113 King Street
Armonk, NY 10504

Dear Gary:

I have concluded that I should resign from MBIA's Board. I do so with great regret and only after very careful consideration of the interests of both MBIA and Deutsche Bank.

When I joined MBIA's Board in 2006, existing business relationships between MBIA and Deutsche Bank provided no basis to believe that I would be unable to give both institutions my full attention and undivided loyalty. Given the events of the past week, however, I am now in a position where I can no longer be confident that continuing to act on behalf of both institutions will not lead to the possibility of an appearance that I may have reason to favor one over the other on a matter of great importance to both. In these circumstances, my ability to continue to act on behalf of either institution may be constrained. Given the importance of restoring credibility in the marketplace, I would not want my role to become a distraction to ongoing efforts to achieve this goal.

I am proud to have been associated with MBIA, and I would have liked to continue serving on MBIA's Board. I leave the Board with great affection for all my fellow directors and with appreciation for their wisdom and dedication. I would also be remiss if I did not applaud the exceptional MBIA staff. I am confident that this top-flight staff, with the Board's support, will guide MBIA to future successes.

Sincerely,

Richard H. Walker

cc: Members of the Board of Directors

"Kohlenberg, Kerstin" <Kerstin.Kohlenberg@zeit.de> May 13, 2009 2:03 PM
To: DEEPA
AW: Links to Articles

Hi Deepak,

oh yes, I read them and after that went to your scribt-page and read everything that is there.

What you discovered at Deutsche Bank in regards to almost 100percent loans and the connection to bonuses is exactly what apparently happened at Hypo Real Estate (only that they offered 160 percent commercial real estate loans which in German is actually against the law. I am researching that story right now) so I am a little familiar with the topic. I just did a story about Merkel and her advisers and how badly their bank-overview functions. (http://www.zeit.de/2009/15/DOS-Kanzleramt)

I believe what you discovered in a heartbeat. I think your demands for better risk management and a different incentive structure need more audience - and connected with that very case that you are presenting, it would make a big, big story. I write 8000 word features (kind of like a New York times Magazine Story) and I would very much write about you and the case you are making. There are a lot of people out there that demand change, but there is you who can show how rotten the system still is, and how the managers say one thing to the media and something else to people like you.

The fact that your letter was ccd to Angela Merkel makes it even more interesting, because I could confront her with it, and ask about her real interests in changing the system (like she said on the G20 summit)

So any clue when you will be back in New York?

Kerstin

-----Ursprüngliche Nachricht-----
Von: DEEPAK MOORJANI
Gesendet: Mi 13.05.2009 18:50
An: Kohlenberg, Kerstin
Betreff: Links to Articles

Hi Kerstin,

Have you read these articles? If so, I'd welcome your thoughts.

A.

B.

Deepak

On May 14, 2009, at 12:57 AM, Kohlenberg wrote:

> Deepak,
>
> That's really unfortunate. When so you come back to the States?
>
> Kerstin
>
> Am 13.05.2009 17:51 Uhr schrieb "DEEPAK MOORJANI" unter
>
> > Hi Kerstin,
> >
> > Unfortunately, I am stuck in Asia. Hearings are discontinuous, and I'm
> > not sure when the next hearing will be. The April hearing was public,
> > but most are closed hearings (including this Friday's hearing).
> >
> > I'll recommend that we "meet" via videoconference. It's the next-best
> > alternative and better than a phone call. Maybe even this weekend.
> >
> > Thanks,
> > Deepak
> >
> > On May 14, 2009, at 12:10 AM, Kohlenberg wrote:
> >
> > > Hi Deepak,
> > >
> > > Thanks again. Just two quick questions in order to plan my trip next

week:
Would it be possible to meet sometime next week in New York? Is the hearing
on Friday public?

All the best from Hamburg

Kerstin

Am 13.05.2009 15:53 Uhr schrieb "DEEPAK MOORJANI" unter

Hi Kerstin,

As background, please review my background (attached). My training and
experience as an investor have allowed me to travel this path.

I'll be in touch shortly.

Thank you.

Deepak

On May 13, 2009, at 9:07 PM, Kohlenberg wrote:

Deepak, thanks a lot for the quick response.
Talk to you soon, Kerstin

Am 13.05.2009 14:01 Uhr schrieb "Deepak Mooriani" unter

Hi. Thank you for the note. We are preparing for a hearing on Friday.
I will be on touch soon. Deepak

Sent from my handheld device.

_____
Zeitverlag Gerd Bucerius GmbH & Co. KG, 20079 Hamburg
Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Stefan von Holtzbrinck
Geschäftsführer: Dr. Rainer Esser
Handelsregister Hamburg HRA 91123
Amtsgericht Hamburg
http://www.zeit.de/

平成20年（ワ）第4109号　地位確認等請求事件
原　告　　ディパック・モージャニー
被　告　　ドイツ証券株式会社

準　備　書　面（4）

２００９年１月　　日

東京地方裁判所民事第１９部は係　御中

原告訴訟代理人
弁護士　　東　　澤　　靖

原告の担当業務に関する被告第４準備書面に対する反論

１、原告が採用にあたって求められた業務

原告が採用にあたって求められた業務が、原告の投資管理業務の経験に基づく、商業不動産取引や「真価よりも相当に株価の低い上場会社へ戦略的投資をする形での自己資金投資」（乙28）であったことは、すでに原告準備書面（３）８頁で明らかにし、各種の証拠が示すとおりである（乙28、甲11の2頁、甲26の1-2頁）。

被告は、原告の従事業務は単なる「手数料収入等を稼ぐ」業務であったと主張するが、それは、①被告が原告を不動産投資の即戦力として採用したとする従前の主張と矛盾すること（被告第３準備書面14、17、19頁。なお、乙37もエデングがLBOやMBOを担当できる者として原告が入社したことを宣伝している。）、②被告が原告に通常以上の高額の収益を期待したとする主張と矛盾すること（甲26の2頁参照）、③原告は、その個別パフォーマンスレビュー（PMO）（乙11）において「上場株式の取引及び他社との共同での投資機会を通じ」たポートフォリオを作成することを明示していたこと（甲26の2頁参照）、④実際に原告が従事してきた投資案件の準備・提案に対して、それが原告に期待された業務とは異なるとの指摘は、会社側からなされた事実はないこと、を見ればまったく成り立たない主張である。被告の主張は、原告が業務を遂行してこ

なかったという虚偽の解雇理由を設けるための口実でしかない(甲 26 の 3 頁)。

２、投資案件の決定プロセス

被告は今回、その主張において「決定プロセス」なる手続を提示し、原告の業務遂行はそれに従ったものではなかったと主張する。しかし、その「決定プロセス」なるものは、①会社から原告に示されたことのない架空のものである（甲 26 の 3 頁参照)、②原告が実際に業務を進めるに際して原告が上司や同僚から業務の進め方が間違っているので「決定プロセス」に従うようにとの指摘を受けた事実はなく、実際にもそのようなことが問題とされることなく原告の上司を含んで手続が進められていた（同 3-4 頁参照)、③被告が言う「決定プロセス」なる手続は被告の商業不動産部では用いられていなかった（同 4 頁)、④そもそも被告が主張する「決定プロセス」なるものに文書の裏付けも存在しない、という諸点で、本件には無関係な内容である。

原告に対しては、業務の遂行のために会社から商業不動産（CRE）事業の「主要な管理と業務手続」(Key Controls and Operating Procedures：ＫＯＰ）が交付されていたが（乙 3、甲 27)、その内容は、被告の主張する「決定プロセス」とは異なるものである。また、原告が担当する新しい投資業務に関する記載は存在しなかった（甲 26 の 3 頁参照)。

３、原告が実際に従事した業務

原告は、被告による解雇を受けるまで、①未公開・公開企業投資、②不動産投資、③準不良債権投資などの投資案件を提案及び遂行し、また、それらの業務を円滑に実施するための障害を取り除くために、④グループ内関係構築にも従事してきた（その詳細は、甲 11 の 2 頁以下)。

被告は、こうした原告の業務に対して、正式の「決定プロセス」に従わない単なるアイデアに過ぎない、利回りや投資期間などの具体的な数字が付された提案とはなっていない、などとの非難を加えている。

しかし、第１に、原告は、それらの投資案件について、実際に詳細な提案文書を作成準備し、フランク・フォレル氏をはじめとする会社の者に提示している（その存在と概要については、甲 14、甲 15、甲 17、甲 26 の 8-11 頁)。第２に、それらの提案に対して、被告の商業不動産部（CRE）は、所属部の責任者であるフォレル氏のみならず、CRE の国際的責任者（世界代表、ヨーロッパ CRE 代

表、米国 CRE 代表）や資本投資実施委員会（PICC）のメンバーを含む会議で繰り返し検討され、PICC の委員を務める米国 CRE 代表から「おもしろい。弱点もあまりない。」との評価を受けるまで完成されたものであった（甲 26 の 4-8 頁参照。なお、そのやり取りを示す甲 26 の資料の E メールは乙 38-41 で提出されている。)。第３に、原告は、それらの提案について必要となる資金、それによる歳入見通し、投資期間、さらには投資リスク回避の方法などについて具体的な提案を含めている（同前 8-9 頁)。第４に、原告の提案に対するそうした検討が加えられる間、その提案が補充すべき点について内容的な指摘はなされたものの、その提案や進め方が、原告に期待された業務ではない、あるいは「決定プロセス」に従ったものではないなどの指摘は、いっさいなされていない（同前 8 頁参照)。

被告が、原告の投資案件の提案を不十分なものだと指摘していたとする主張の根拠として示しているのは、わずかに、原告の入社直後にサッポロ・ホールディングス案件についてマダンが送った E メールのみである（乙 67)。しかし、これは原告が企画の準備を始めるに際しての示唆に過ぎず、原告はこれを受けて、同社のバランス・シートの分析・評価、不動産子会社化のメリット、サッポロの経営陣に行うべき提案の選択肢についての詳細なメモを提出しており、乙 67 は、なんら原告の提案にその後も問題があったことを示すものではない。

以上の次第で、原告が行った投資案件の提案に対して被告が多くの頁を費やして非難する内容は具体的な根拠に基づかないものであり、原告が示す数々の証拠を見れば。解雇の後に作出された虚偽の主張であることは明白である。

また、被告がニュー・シティ・レジデンス投資法人の破綻をあげて、原告の投資案件を非難する点は、投資案件を結果論で評価する点、サブプライム問題後の金融危機を看過している点、提案から 1 年 6 月という時の経過を無視している点、そして原告が提案するリスクヘッジを考慮していない点で、まったく的外れな内容でしかない（甲 26 の 8-9 頁参照)。

４、原告に対する指揮命令

すでに原告準備書面（３）の１０頁以下で述べたように、原告の上司は雇用契約上、「上司は日本の商業不動産部門の長（Head of Commercial Real Estate）である。」（甲 3　上司）とされ、日本の商業不動産部門の長は、フランク・フォレル氏であった（甲 16 に加えて、甲 27 の CRE の KOP、GB の KOP に関する表記

と説明を参照)。

また、甲 26 の 4-8 頁に示した具体的な案件の進め方を見れば、原告が、フォレル氏に業務の指示を仰ぎ、同氏からその指示を受けていたことは、明白である。

５、原告が提案した投資案件が実施されなかった理由

原告が被告に採用されて以降、原告は数々の投資案件を準備提案したが、それらは一件も実現されることはなかった（甲 11)。その経過は、JREIT のプロジェクト・コントラリに見られるように、CRE の国際的な責任者たちとの会議を経てその提案がほぼ完成に近づきながら、途中から CRE の日本の責任者であるフォレル氏が、決定も指示もしなくなるという状況の中で途絶えていった（甲 26 の 4-8 頁)。その主な原因は、日本の CRE が原告を日本のドイツ銀行グループ内での新たな投資業務構築を期待して採用しながら、結果的には従来の銀行業務を超えた投資業務の実施を躊躇したこと、そして同グループの内部の部門間で相互に協力する体制が十分になかったことに起因するものであって、原告にはいかんともしがたい事情によるものであった（甲 11 の 9-10 頁)。

その結果、原告の投資案件に対しては、投資資金がまったく用いられることなく、当然のことながら収益はおろか、取扱い案件のポートフォリオを形成することも不可能であった（詳細は、原告準備書面（３）11-13 頁)。被告が、原告の投資案件から収益を得ようとするのであれば、各種の会議を経て準備された提案（不十分な点が仮にあればさらに検討を加えて）を「許可」して実施すればよいだけであってそれは被告の判断である。逆に、リスクを回避するために収益を断念しても原告の投資案件を「許可」しないこともまた被告の判断である。しかしそれらは、いずれも被告の経営判断であって、原告に対する解雇という形で責任を転嫁できる筋合いのものではないことは当然である。

以　上

平成20年(ワ)第4109号　雇用関係確認等請求事件

原　　告　　ディーパック・モージャニー

被　　告　　ドイツ証券株式会社

2009年1月15日

証 拠 説 明 書 7

東京地方裁判所　民事第１９部は係　御中

原告訴訟代理人　弁護士 東　澤　　靖

号 証	標 目 (原本・写しの別)		作成者 作成日	立 証 趣 旨
甲第　23　号証	協会員に対する処分及び勧告について	写し	日本証券業協会 2008.10.24	被告が2006年10月当時の「公表されていない情報」の取扱いに関する複数の事案について、法令違反行為が認定され行政処分を受けた事実。
甲第　24　号証　1	記者発表	写し	ドイツ銀行AG 2008.4.1	ドイツ銀行グループが25億ユーロ(3125億円)の資産評価減を発生させた事実。
甲第　24　号証　2	同上	写し	ドイツ銀行AG 2008.10.30	ドイツ銀行グループが12億ユーロ(1500億円)の資産評価減を発生させた事実。
甲第　25　号証　1	記事	写し	ロイター 2008.10.28	ドイツ銀行がデリバティブ取引で4億ドル(360億円)以上の損失を出した事実。
甲第　25　号証　2	同上	写し	ロイター 2008.10.31	ドイツ銀行が投資銀行部門で1.79億ユーロ(224億円)の赤字を計上した事実。
甲第　26　号証	陳述録取書(3)	原本	原告・弁護士 東澤靖 2008.1.10	原告の業務の内容、投資案件の決定プロセス、実際の案件の進行状況など。
甲第　27　号証	陳述録取書(4)	原本	原告・弁護士 東澤靖 2008.1.10	原告が被告から交付された業務マニュアル(KOP)の存在、原告の上司と指揮命令関係、法令遵守及びチャイニーズ・ウォールの取扱い。

陳述録取書（3）

2009年1月10日

陳述者　ディパック・モージャニー（Deepak Moorjani）

録取者　弁護士　東澤　靖

以下に記載された内容は、陳述者（私）が録取者に対して述べた内容を録取者において英語から日本語に翻訳して記述し、さらに記述内容を陳述者に対して日本語から英語に翻訳して陳述者が確認したものである。

The written below is a true translation from English to Japanese of what a deponent（“I”）stated to a recorder, which was confirmed by the deponent by means that the recorder translated the written below from Japanese to English.

1、私の担当業務について

会社側は、私に期待された業務が、「手数料収入等を稼ぐ」業務が中心であり、「投資は原告の担当業務の中心ではない」と主張しますが、これはまったく事実に反します。

第1に、会社側の内部文書（乙28）にもあるように、私は、

—米国で、プライベート・エクイティの経験。

—当地日本のモルガン・スタンレー不動産ファンドにて1年間を過ごし、日本の上場会社の投資、公開企業の未公開化取引及び経営陣買収（MBO）の着想を開始し、評価してきた。

という経歴を前提として採用されています。ここで「上場会社の非上場化取引」（Public- to- private transactions）とは、上場会社の株式公開買付（TOB）を通じた非上場化であり、不動産資産が十分株価に反映されていない上場会社に対する取引として私がモルガン・スタンレー時代に従事してきたものです。

その結果、内部文書（乙28）が私の採用により収益を期待したのは、

—アジア太平洋のその他の地域の商業不動産取引

—真価よりも相当に株価の低い上場会社へ戦略投資をする形での自己資金投資

とされています。もちろんこのような業務を行う中でも、副次的には、関連した取引でドイツ証券の手数料収入は発生することはありますが、ここで私に期待されていたものは、ドイツ銀行グループが「自己資金投資」を行うための投資案件を提案し遂行することでした。

私は、採用面接においてマダン氏に私の考えるビジネスプランを示しましたが、それらは投資や資本取引（principal transactions）に関するものであり、マダン氏は、それらに対し個別にコメントすることはせず、「あなたの好きなようにリスクを取っていい。」と述べていました。

第２に、私に期待していたのが、単なる「手数料収入等を稼ぐ」業務であったとすれば、前述の内部文書（乙 28）（これ自体は私は示されたこともない未知の文書ですが）において、「2006 年は 200 万ユーロの収益向上が、そして 2007 年は若手スタッフをつければ 1000 万ユーロの収益向上が見込める。」と述べていることとのつじつまが合いません。2006 年度の DSI-CRE と DB-CRE（以下、あわせて「CRE 全体」という）をあわせた収益は、27 名の社員のもとで 3263.3 万ユーロで 1 名平均当たり 1 年で約 120 万（1,198,963）ユーロです。200 万ユーロや 1000 万ユーロという数字が１年に上げる収益だとしても、通常の「手数料収入等を稼ぐ」業務でこのような数字を達成することはありえず、私に期待されていたのがリスクもあるが収益の大きい投資業務であったことがこのことからも明らかです。

第３に、私が 2006 年に設定した個別パフォーマンスレビュー（PMO）においても、私は、業務の目標として「上場株式の取引及び他社との共同での投資機会を通じ」たポートフォリオを作成すること、「プリンシパル（資本取引）業務を貸出業務結びつける」ことを掲げています（乙 11）。ここには、会社側が主張するような「不動産を活用して収益をもたらすビジネスを提案・実施し、手数料収入等を稼ぐ」などという業務にはまったく触れられていません。

第４に、私は、実際に投資案件を企画・提案し、非上場・上場会社投資（private equity/ public equity investments）、不動産投資（real estate investments）、準不良債権投資（sub-performing loan investments）などの案件を進めてきました（甲 11）。私の投資案件については、後に具体的な例をお話しするように、フォレル氏などの関係者も途中までは関わり、具体的な指示を私に与えてきました。そうした中で、私は、私の投資案件が「手数料収入等を稼ぐ」業務であって、本来の業務とは違うなどとの指摘を受けたことはありません。

会社側が今回述べていることは、結局のところ、私が業務を遂行してこなかったという偽りの解雇の口実を述べるために、私の実際の業務を「ビジネスを実施・提案し、手数料等を稼ぐ」などとありもしない名目に塗り替えて、真実をゆがめようとしているにすぎません。

２、投資案件の決定プロセスについて

会社側は、今になって「CRE 部における具体的な案件の進め方」という手続きを示して、私の従事した投資案件について、定められた手続きがあったかのような主張をしていますが、そのような手続きが記載された文書は存在しませんでしたし、私は見たこともありません。ドイツ証券に入社した後に私に渡された CRE の手続きに関する文書は、別に説明する商業不動産（CRE）事業の「主要な管理と業務手続」(Key Controls and Operating Procedures：ＫＯＰ）です。しかしこのＫＯＰは、従来の手数料取得を目的とした助言業務に関するものであり、新しく私が任された投資業務に関する記載はなにもありませんでした。投資業務に関する決定プロセスは、本来新しく制定されるべきだったでしょうが、結局制定されませんでした。また、以下で説明するように、ＫＯＰに記載された手続き、ましてや今回会社側が主張し始めた手続きは、実際には適用されていませんでした。すべての案件は、担当部署において暫定的な承認のもと大半が進められ、最終的に実施することになったときに必要な関係部署の正式な承認という形式と法令遵守の体裁が整えられるのです。会社側が主張するように、案件を進める前に形式的な承認文書を整えるなどということはなされていませんでした。

実際の投資案件については、それを実施するためには、最終的に、会社側も述べているプリンシパル・インヴェストメント・コミットメント・コミッティー（PICC：資本投資実施委員会）の承認を得る必要がありましたが、これはニューヨークに存在し、米国ドイツ銀行グループの代表であるトム・ガーハン氏が委員長を務めていました。しかし、投資案件の実際の内定は、担当部署においてなされて進められ、最終的に PICC に送られた提案のほとんど（８５％）は、そのまま最終決定されていました。それは、担当部署で投資案件を進めるに際しては、事前に PICC の委員を交えて「根回し」をしながら案件を進めるからであり、私の場合も後に詳しく述べるように、米国ドイツ銀行グループのバッカロ氏（商業不動産部全体の代表であり、PICC の委員）に相談しながら案件を進

めていました。そして、その「根回し」の過程でバッカロ氏の承認がなされているのであれば、最終的なPICCの承認が原則として約束されていました。

例えば、そのような実際の内部決定プロセスを示すものとして、私の当初の上司であったスニル・マダン氏とフランク・フォレル氏が進めていたプロジェクト・ウノという案件があります。これは、セキュアード・キャピタル・ジャパンという会社を通じてドイツ銀行グループが担保付不動産投資を行うというもので、日本の CRE にとって初めての投資案件であり、約１７億円の投資がなされました。この案件は、マダン氏が2006年のほとんどを費やして準備し、同年 12 月に最終的な投資の決定がなされました。しかし、同年 11 月時点でのこの案件に関するEメールを見ても、ドイツ証券(DSI-CRE)とドイツ銀行(DB-CRE)のいずれが資金を出すべきなのかという案件の基本的な点が決まっておらず、その投資が両社の資本構成に与える影響が議論されていました。また、この件は明らかな投資であるにもかかわらず、「貸付」(loans)という用語が用いられ、新商品承認システムを経ていないことも明らかでした。このようにマダン氏が約１年間をかけて準備してきた案件であるにもかかわらず、その最終局面まで正式な内部手続は実施されず、逆にその方針が決定してからは約１ヶ月という短期間のうちに、投資が実施されているのです。

結局のところ、会社側が主張する「決定プロセス」は、投資業務については存在していませんでしたし、また、貸付を中心とする紙上の「決定プロセス」も実際にはその通りは実施されていませんでした。

３、私の提案した投資案件について

私の担当した投資案件の決定プロセス、それが内部的にどのように進められ結果的に実現されなかったのかを、未公開・公開企業投資（private equity/ public equity investments）を例にとって説明したいと思います。以下には、プロジェクト・コントラリとプロジェクト・プリオリが出てきます。プロジェクト・コントラリは、JREIT会社に対する投資の基本的な戦略であり、プロジェクト・プリオリは、最初の企業に対する投資計画です。

すでに陳述録取書（１）で述べたように、JREIT（日本の不動産投資信託）を扱う会社の株式公開買付け提案は、フォレル氏やマダン氏の興味を最も引いた企画であり、私の提案に対しフォレル氏は、当初はJREIT会社に15億―20億ドル規模の資産を作りたいと述べていました。

私は、2006年10月までに、ドイツ銀行戦略取引グループのトーセン氏とともに投資の防護策を考え出し、あるいは法律会計法人のスカデン・アープス事務所の担当者（ブロンソン氏、神谷氏）と株式公開買付けの影響分析などを行いました。

その上で2006年10月から11月にかけて、ドイツ銀行のニューヨーク及びロンドンの支店に出張して、提案の詳細を検討しました。その上で11月14日に、フォレル氏に計画を実施するために必要な日本支店の中の税務、会計、財務などの内部調整の方法の指示を仰ぎました。ところがフォレル氏は、私がこの企画を日本支店の他のグループと協議することを禁止しました。

私は、11月にこれまでの調査、特に防護策と法令関係の調査を反映させた提案書の改訂版を提出し、ニューヨーク及びロンドンの支店からの参加者（ヨーロッパCRE代表ナコス氏とニューヨーク国際CRE取引代表のケネディ氏）を含めた会議で検討されました。（この提案書の改訂版に、さらにその後改訂を加えたものが、甲14号証の添付文書として提出してある「プロジェクト・コントラリ」です）。

その後、私の改訂版に対する回答がなかったため、12月5日、フォレル氏に「プロジェクト・コントラリについて何か進展はありますか。こちらの方ですべきことがあれば教えてください。」（資料１）と連絡したところ、12月8日になってフォレル氏から以下のような指示がありました（資料２）。

「来週、以下の人々との電話会議をアレンジしてください。
ジョン・バッカロ、ジョン・ナコス、エリック・シュバルツ、スティーブ・エデング、そして私。彼らはプリオリの資料を持っており、この取引に関係すべきです。
１人や２人が参加不可能だとしても延期しないように。しかし、バッカロを確実に参加させなければならないし、少なくともナコスとシュバルツも。ジャスティンはつかまらないだろう。（後略）」

すでに述べたように、バッカロ氏は米国CRE代表であり前述のPICCの委員であり、また、ナコス氏は、ヨーロッパCRE代表であり、私が投資案件を進めるために不可欠の人物としてフォレル氏から指示された人々でした。そこで、私は、バッカロ氏、ナコス氏、シュバルツ氏から参加可能だとの回答を得て、12月14日木曜日（東京時間）の午後10時に電話会議を設定し、フォレル氏に報告しました（資料３）。併せて、私は、あらかじめ13日にナコス氏と電話で事

前の打ち合わせを行い、企画の触媒、パートナーの有無、法令遵守などの質問を与えられ、質問に対する準備をしました（資料４）。ところが、翌 14 日、電話会議の時間になってもフォレル氏は、電話をかけてきませんでした。後でわかったのは、フォレル氏が自宅に戻ってそのまま寝てしまったということでした。それでも電話会議は行われましたが、入社したばかりの私にとって、米国 CRE やヨーロッパ CRE をよく知るフォレル氏が参加していれば、よりやりやすかったと思います。

この電話会議には、バッカロ氏も参加しませんでしたが、同氏は具体的な投資案件の決定に影響力があることから、直接話すように勧められ、その日のうちに同氏と連絡を取り、同氏が翌週東京に出張した際に説明をすることとしました（資料５）。バッカロ氏は、「東京にいるときＯＫだ。今、ナコスとケネディと話した。ＬＢＯモデルは、実際に考えてみる必要がある。」と述べていました（同前）。ＬＢＯモデル（Leveraged Buyout M0del）とは、私が、プロジェクト・プリオリ（最初の企業に対する投資計画）として提案したもので、電話会議でいくつかの宿題を与えられていました。それで私は、電話会議を踏まえて、同月 18 日付でプロジェクト・プリオリに関して、この投資が安全かつ安価であることなどの具体的な説明を加える改訂メモを作成し、フォレル氏、ナコス氏、バッカロ氏、シュバルツ氏などに提出しました（資料６）。このメモでは、最初に対象会社の５％の株式を取得するために１４００万ドルを投資すること、法令遵守関係は外部の法律事務所と検討してクリアしたことなどを具体的に説明しました。

私は、12 月 19 日に東京で、DSI-CRE のフォレル氏、エデング氏、タン氏などとともに、バッカロ氏と会議を持ち、プロジェクト・プリオリの投資案件について説明しました。このときバッカロ氏の東京滞在はわずか 2 日間で予定がたて込んでおり、さらにはフォレル氏の秘書が誤って会議を 20 日に設定してしまっていたのですが、私が 20 日からクリスマス休暇に入ることから、当初の予定どおり 19 日に会議を行いました。この会議では、主に私がバッカロ氏に案件についての説明をし、バッカロ氏が質問するというもので、他の参加者はそれを聞いているという状況でした。しかし、会議の途中でバッカロ氏は私が送った文書にまだ目を通していないと述べたので、私は、バッカロ氏に文書に目を通して検討してくれるようにお願いしました。この日の会議については、会議後に、同僚のエデング氏が同じく同僚のタン氏に、私のプライベート・エクイテ

ィについての知識の深さにはとても感銘を受けたと述べていたと聞いています。その結果、12 月 21 日になって、バッカロ氏から、「資料は全部読んだ。おもしろい。弱点もあまりない。ただ、どの時期に収穫するかがはっきりしない。」と肯定的な回答をもらいましたが、それ以上にどう進めていったらよいのかについての指示はありませんでした（資料７）。また、私は、休暇先から、バッカロ氏の回答をフォレル氏に報告し、「この件をどのように先に進めていくか何かご意見はありますか？」とフォレル氏に指示を仰ぎました（資料８）。しかし、フォレル氏からの回答はありませんでした。

ところが、新年の 2007 年 1 月 2 日になって、私の出したあいさつメールにフォレル氏からようやく返事が来ました。その内容は、以下のようなものでした（資料９）。

「私は、明日ニューヨークに行って、週の残りを過ごします－プロジェクト・コントラリの最新状況はどうなっていますか？（中略）他に何か今我々が考えるべきことはありますか。」

これに対して私は、同日、以下のように回答しました（同前）。

「（前略）

ＪＶ（注：バッカロ氏）が私に Och-Ziff（注：ニューヨークのヘッジファンド）に接近することについてエリック（注：シュバルツ氏）に話すように依頼してきました。休暇前にエリックと話しました（短い会話で）が、彼は、資料をもらったのを憶えていないとのことでした。私たちは小包にして送り、彼の回答を待っています。今日、返事を催促するために電話してみます。もしあなたがニューヨークに行くなら、たぶん直接彼に聞いていただけませんか？

（中略）

あなたが戻ったら住友について話しましょう。このことについては、休暇前にスティーブンと話し、また休暇中にタンやシュトウとも話しました。取引について総意に達することができると思いますし、それは私たちが取るべきリスクです。

（後略）」

この時、バッカロ氏やナコス氏の考えは、私の投資案件については、CRE だけではなく共同出資者が必要だということでした。しかし、シュバルツ氏を通じての話は進まず、私は、1 月 14 日、フォレル氏に対し、シンガポールの投資グ

ループ（GIC)、シティグループ（CVC)、ブラックストーングループなどを検討していること、また、ロンドンのナコス氏のさらなる協力を得るためのロンドン出張を考えていることを報告しました（資料１０)。

しかし、フォレル氏からは、それ以上の具体的な指示はありませんでした。

以上は、あくまでプロジェクト・コントラリとプロジェクト・プリオリの例ですが、他の案件についての進め方や決定プロセスも同じようなものでした。

第１に、私は上司であるフォレル氏の指示に従い、CRE における決定権限を持つバッカロ氏やナコス氏の承認を得るための社内手続を実施してきました。そして、第２に、そうした決定権限を持つ者との会議ややり取りを通じて、提案をより具体的で実行可能なものとするための作業を重ねてきました。第３に、その結果、決定権限を持つ者から「おもしろい。弱点もあまりない。」などの肯定的な評価を得、さらに補強すべき点を補強しました。第４に、その間、上司や決定権限を持つ者から、別途の「決定プロセス」があるからその手続を取るようになどと指示されたことはありませんでした。そして第５に、こうした案件を進める過程で、会社側が今回示してきたような「決定プロセス」を示されたことはなく、そのような文書は存在しませんでした。

４、私が従事してきた各種の業務について

私が従事してきた各種の業務の内容は、すでに陳述録取書（１）（甲 11 号証）で述べてきたとおりですが、会社側は「事実ではない」と主張していますので、事実であることを示します。

（１）未公開・公開企業投資

① JREIT 会社の株式公開買付け提案

会社側は、私の投資提案について、買付株式数、自己資金の回収方法、利益に関する計画が示されていないアイデアに過ぎないと非難しますが、それは事実とは違います。

たとえば、すでに説明した 2006 年 12 月 18 日付けのメモ（資料６）では、プロジェクト・コントラリとプロジェクト・プリオリについて、

> 「我々は、暗号プリオリの上場 JREIT 会社の株式 5％に約 1400 万ドルを投資することを提案する。」（１頁）
>
> 「(i)小さい方の資金：12 ヶ月の間に、我々の 5％投資（1370 万ドル）資金は、金利差 2.8％（NIM of 280bps）の場合に 40 万ドルの歳入をあげる

ことが期待される。我々はまた、この保有を、市場の状況によって（この点は後述する）10％に増やすことを追及する。我々が、資金を10％に増やせば、我々のコストは2740万ドルで、金利差2.8％（NIM of 280bps）の場合に歳入は80万ドルになる。(ii)もし会社が転換を行えば、我々は、さらに10-15％の資本増加が期待できる。(iii)資産転換において可能となる手数料は、2％の取引手数料だと仮定すれば、1000万ドルとなる(M&A指導、組織再編その他)。これには、離脱に際しての自己資本市場・債務資本市場（ECM/DCM）手数料は含まれていない。」（１頁）

「JREIT選択売買権の上場取引市場はない、そのため、JREITの株式における上場市場の位置をヘッジする唯一の方法は、対抗当事者取引（OTC：over-the-counter）である。」（４頁）

として、会社側の指摘する点やさらに投資リスクから防護する方法を明確に分析し、またその根拠もそれ以外の報告書において詳しく述べているところです。会社側の主張は、具体的な事実を何ら踏まえることなく、私に対する根拠のない非難を行っているに過ぎません。

② ニューシティ・レジデンス投資法人

会社側は、私が、JREIT会社の株式公開買付け提案において、途中から共同投資家の候補として接触したニューシティ・レジデンス投資法人が2008年10月に破綻した事実をもって、「選択眼が疑われる。」などの非難を加えていますが、こうした主張は、投資業務に対するコメントとしては、的が外れています。

第１に、高い収益を追及する投資には常にリスクが伴い、結果に対する絶対的な予測を立てることは不可能であり、単に後に起こった結果のみによって投資案件の内容を評価することは正しくありません。特に2008年夏以降には、サブプライム問題に端を発した100年に1度という景気後退がある中で、世界各国でこのような大規模倒産が相次ぐことは、誰も予測できなかったことでしょう。ドイツ銀行グループも、2008年に入って多額の資産評価損や減益による赤字を計上しています。

第２に、ニューシティ・レジデンスが破綻に至った原因はその資産の収益の悪化のためではなく、サブプライム問題に端を発した金融機関による融資の停止にあります。同社の記者発表は、「また直近では米国の大手証券会社や欧米金融機関が破綻・国有化するなど世界経済が大きく揺れ動く中、不動産関連の新

規融資、資本市場による資金調達及び借入金のリファイナンス、保有資産の売却等が円滑に進まなくなっておりました。」(「本投資法人の民事再生手続開始の申立てに関するお知らせ」2008 年 10 月 9 日）と述べています。他方で、格付け機関のムーディーズジャパンも、「ムーディーズは依然、NCR のポートフォリオは、現存する NCR の負債を全額返済するに十分な価値を有している可能性が高いと考えている」(2008 年 10 月 17 日付ニュース）と報じています。これは、ドイツ銀行グループが参加することによって融資の問題が解決できていれば、回避できた破綻です。

第３に、ニューシティが破綻したのは、私が提案を行った 2007 年 4 月から 1 年 6 ヶ月も過ぎた後のことです。すべての投資には、タイミングというものがあります。そのタイミングを無視して投資の成否を論じるのは、初歩的な誤りと言わざるを得ません。

第４に、いかなる投資にもそのようなリスクがあるからこそ、投資にはリスクをヘッジすることが必要となります。私の提案の内容においては、当然、そのようなリスクヘッジの方法も、JREIT の株式に特有の手段を提案しています（上記資料６の４頁参照)。

③ サッポロ・ホールディングス

会社側は、私のサッポロ・ホールディングス投資案件の取り組みに対して、私の入社直後の 2006 年 9 月 7 日にマダン氏が送ってきたＥメール（乙 67 号証）を唯一の根拠として、私がその後分析を深めて具体的な提案に結びつけることをしなかったと非難しますが、これもまた事実とは異なります。第１にマダン氏が私に送った質問は、これから企画準備を始めるための示唆であり、私はその示唆に対してさらなる提案の具体化を行っています。第２に、私は、マダン氏が提起した質問に対しては、口頭やプレゼンテーション資料（資料 11）で、同社のバランスシートの評価（1.2　バランス・シート)、不動産子会社化のメリット（1.3　不動産資産)、バランス・シートや株価に不動産資産の価値が反映されていない事実（1.1 弱い中核ビジネス、1.3 不動産資産、その他本文)、それらを踏まえてサッポロの経営陣に行うべき提案（1.4　財務一括提案、その他本文)を回答しています。その上で、DSI-CRE が次に取るべきステップとして、５つの方法を提案しているのです（資料 11　3 頁「次のステップ／可能な選択肢」)。それゆえ、私がこの案件を具体的な提案に結びつけなかったとする会社

側の非難は、まったく根拠がありません。

実際に、サッポロ・ホールディングス投資案件は、乙 68 号証が示すようにサッポロ・ホールディングスを訪問してドイツ銀行グループからの提案を行っています。但しこの時点では、まだ私が追及していたドイツ銀行グループによる共同出資の提案は、陳述録取書（１）で述べたように上司のフォレル氏の同意を得ることができず、あくまでノンリコース・ローンの提案に止まっています。そのために、私には経験のない貸付業務を担当する平田さんが同行して日本語でのプレゼンテーションを行い、ローンの提案については平田さんにフォローしてもらうこととしました。ですから、ローンの提案を平田さんに任せたことをもって、投資案件を平田さんに委ねたとする会社側の主張は、事実を歪曲するものでしかありません。

④ 大東建託

この案件についての会社側の非難は、なんら具体的な事実を示していません。その企画内容や、創業者の私的銀行家と会う機会まで設けながらそれが実現できなかった経緯は、陳述録取書（１）で述べたとおりです。

（２）私のその他の業務

私が、以上に加えて従事した不動産投資、準不良債権投資、グループ内関係構築に関する業務や提案の内容は、陳述録取書（１）で述べたとおりです。会社側は、「具体的な提案はおろか、マーケットビジネスチャンスを分析した形跡もない。」などと非難しますが、不動産投資に関しては、甲 15 号証の添付文書である「商業不動産　世界金融への提案」（2007 年 4 月）において、具体的な分析や提案を行っています。準不良債権投資についても、甲 17 号証の添付文書（同年 7 月 19 日作成）の中の「１、最近の計画展開と取引活動」に「準不良債権提案」（Sub-Performing Loan Initiative：同年 5 月）において、同じく具体的な分析や提案を行っています。

会社側の主張は、このような実際に存在する資料を踏まえない、根拠のない非難でしかありません。

以　上

陳述録取書（４）

2009 年 1 月 10 日

陳述者　ディパック・モージャニー（Deepak Moorjani）＿＿＿＿＿＿＿＿＿＿

録取者　弁護士　東澤　靖

以下に記載された内容は、陳述者（私）が録取者に対して述べた内容を録取者において英語から日本語に翻訳して記述し、さらに記述内容を陳述者に対して日本語から英語に翻訳して陳述者が確認したものである。

The written below is a true translation from English to Japanese of what a deponent（“I”）stated to a recorder, which was confirmed by the deponent by means that the recorder translated the written below from Japanese to English.

１、業務に関して渡された文書

私が、ドイツ証券に入社してから、業務の遂行に関してドイツ証券から渡された文書は、末尾に添付した

①「国際金融　商業不動産（CRE）事業　主要な管理と業務手続」（Global Banking, Real Estate (CRE) Business, Key Controls and Operating Procedures：ＫＯＰ）（資料１、以下、CRE の KOP といいます）

②「国際金融 主要な管理と業務手続」（Global Banking, Key Controls and Operating Procedures：ＫＯＰ）（資料１、以下、国際金融の KOP といいます）

の二つの文書でした。これ以外に業務の決定プロセスについてドイツ証券から渡された文書はありません。

CRE の KOP は、その一部（８頁）を甲 16 号証の資料１としてすでに提出してあります。また、会社側が提出している乙 3 号証も、欄外の日付が消されている点を除いては、この CRE の KOP とまったく同じ文書です。

会社側は、この文書を「不完全で未完成なもの」といいますが、これは CRE の KOP として DSI-CRE の社員に渡されていたものであり、実際に使用されていたものです。なお、会社側は、この CRE の KOP は日付が 2006 年 11 月 31 日とな

っているのでおかしいといいますが、それはたいした問題ではありません。私が解雇された後の団体交渉で私がこの CRE の KOP を会社側に示して、次に述べる文書の作成者がマダン氏となっている問題点を指摘した際、会社側の村上氏は、2006 年 11 月 31 日となっているのは文書が印刷された日付でありマダン氏もはや責任者というわけではないと弁解していました。さらに村上氏は、後日、新しい CRE の KOP と称する文書を持参し、それではエデングが DSI-CRE の代表に変更されていましたが、その日付もまた 2007 年 11 月 31 日と誤った日付となっていました。

むしろ注目すべきは、この 2006 年 11 月 31 日付けの文書の作成者と連絡先がスニル・マダン氏となっている点です。同氏は、同年 9 月にドイツ証券からドイツ銀行に移籍していましたので、DSI-CRE の文書の責任者として同氏を表示しておくことは、証券と銀行の混同を示す問題のある文書でした。また、私が行う問題点の指摘に対して、会社側は、とても安易に新しい文書を、まるで正式な文書であったかのように作成して対抗してくるのだということも知りました。

２、原告に対する指揮命令

私の業務に対する指揮命令を行っていたのが被告ドイツ証券社員としての身分を有していたフランク・フォレル氏であったことは、甲 16 号証（資料１）を用いて指摘しましたが、これは CRE の KOP（資料１）８頁に記載されているとおりです。また、陳述録取書（３）の第３項で具体的に説明したとおり、私は、自らの業務を進めるに際して、フォレル氏に報告しその指示を受けていました。

さらに、添付の国際金融の KOP（資料２）５頁の組織図においても、フォレル氏は、日本の国際金融（GB Japan）の組織の中で、CRE 部門の責任者として表示されています。これは、同氏がアジア太平洋地域の CRE 部門の責任者であって、日本での地位は持っていないとする会社側の主張と明らかに矛盾するものです。

なお、今回、会社側から提出された乙 69 号証の配置図は、この訴訟のためもしくは金融庁の検査に対応するために作成されたものに過ぎません。私は、このような配置図を見せられたことはなく、その出所を確認しようにも出所が不明なままです。

３、会社側の矛盾した主張について

会社側は、私が投資案件の実現のために、不動産投資銀行グループ（REIB）

や不動産投資銀行部（RREEF）などとグループ内関係構築を行おうとしたことに対して、REIB は日本の「ドイツ銀行」には存在しない、RREEF は顧客同然で共同事業を考えるのは時間の浪費だなどと非難しています（被告第４準備書面の18、21-2 頁など）。しかし、CRE の KOP には次のような記載があります。

1.2　業務のラインの説明と戦略

商業不動産部（CRE）の業務は、可能な不動産貸付の出所として、不良社債、会社財務、REIB や PCAM を含むドイツ銀行の既存の組織や第３者との関係をテコとして用いる。主要発行者となる戦略は次の通り。

・ 証券化の方法を提供すること。
・ 二次的な社債発行や証券化活動の取引を支援すること。
・ 機関顧客に彼らの不動産財務の必要性に合致する組織された商品と資本を提供すること。

なお、RREEF は、PCAM（個人顧客と資産管理局）の中にある部署です。

ですから、商業不動産部（CRE）の業務を進めるに際して、REIB や RREEF（PCAM）との協力や共同は、当然予定されていたものであり、「存在しない」、「時間の浪費」という会社側の非難こそ、商業不動産部（CRE）の業務への無知を示すものと言えそうです。しかし会社側が、そのような業務のラインを知らないはずはありませんので、この矛盾に満ちた会社側の非難は、むしろ、私の業務実績を否定するためには明白な虚偽を述べることも行うという会社側の姿勢を示しているのだと思います。

４、法令遵守義務について

CRE の KOP（資料１）においては、社員に要求される法令遵守として、「2.5 職務と情報の分離及び区別」が詳しく規定されています（16-18 頁）。その一部を紹介すれば、以下のようなものがあります。

独立の原則　　上記の要求及び他の法令上の要求に従うために、ＣＲＥは厳格な独立の原則を実施する。

この原則の下では、ディレクターやスタッフがサービスを提供し、またはそのサービスの関係で情報を受領したときは、自らの判断やアドバイスに影響しやすい他のドイツ銀行内の関係、調整または利益を無視しなければならない。

ﾁｬｲﾆｰｽﾞ･ｳｫｰﾙ　チャイニーズ・ウォールは、インサイダーの可能性がある職務と公開の職務との間の情報の流れを統制する。しかし、DSIはまた、特定のインサイダーの可能性がある職務同士の間のチャイニーズ・ウォールも設定する。

ﾁｬｲﾆｰｽﾞ･ｳｫｰﾙの設定と横断　チャイニーズ・ウォールの実施は、秘密保持と職務の独立を維持し、そして、「インサイダー」取引の可能性を避けるために不可欠である。すべての CRE 社員は、チャイニーズ・ウォールに関する原則と手続を理解し、従うことが求められる。

次のような場合には、直ちに法令遵守統制室に報告しなければならない。法令遵守統制室への接触の懈怠や遅れは、取引従事の停止という結果をもたらすことがある。

・「インサイダー」となるような情報の提供や受領により、事故としてチャイニーズ・ウォールを破った場合。

・そのような情報を提供または受領するように頼まれた場合。

・チャイニーズ・ウォール及び秘密厳守に関連して自分の立場に疑いを抱いた場合。

2006 年 10 月 16 日のマダン氏の法令違反行為を始め、私が問題としている会社側の法令違反行為は、このように CRE の KOP で命じられた法令遵守の基準に従って問題と考えられた行為です。

以　上

大和インベスター・リレーションズ Daiwa Investor Relations Co. Ltd.

IRの話題

[0138] 2002年8月30日

タイトル

証券アナリストの「利益相反」問題が決着する論理と経緯（下） ーエリオット・スピッツァーNY州司法長官が切り開く新時代のルールー

本文

前回の２幕に続く４幕劇の後半である。今回は、第3幕「急展開のアナリスト問題 ニューヨーク司法当局V.S.メリルリンチの'改善命令'攻防」を経て、第4幕「NY州エリオット・スピッツァー司法長官が切り開く新時代のルール」が作り出した大団円までを追う。02年5月21日両者間で1億ドルの司法取引が成立。この時の合意内容が新しい時代のアナリストのポジションを市場関係者から認知された標準となる。アナリストの中立性を保証する市場環境は、新たな時代に突入したのだ。

エンロン破たん以来、企業の不正会計、監査法人スキャンダルに忙殺された印象を与えるSEC。 5月8日、アナリストに対する新たな規則を決定し、7月24日、「アナリスト・サティフィケーション」を提案した。7月30日、ブッシュ米大統領が署名した企業改革法（サーベンス・オクスリー法）」で最高経営責任者（CEO）や最高財務責任者（CFO）に求めたのと同様、アナリストに署名宣誓を求めている内容で、パブリック・コメントは最長45日間。委員長ハーベイ・ピット氏の反撃は始まっている。

【前号のまとめ】
第1幕「01年6－7月 次々と登場する改革案」で、ネットバブル崩壊後に噴出したアナリスト不信を受けた資産運用・調査専門委員会（AIMR＝米アナリスト協会）、米証券業者協会（SIA）の対応と提案が飛び交った。しかし、提案に呼応する米証券の数は限られ、事態の打開は容易ではない。第2幕。6月15日付けニューヨーク・タイムズ紙の社説は強制力のある実効的なルール作りを提起した。これで着地点が与えられたに等しい。6月28日には、米証券取引委員会（SEC）が「アナリストをアナライズする」報告を発表。「アナリストの実態」は白日の下に曝された。改革の方向は決まった。12月2日、全米7位の大手企業エンロンが破たん。同社をカバーしていたアナリストも無傷ではすまない。「正確な会社情報の提供がなかった」という議会での弁明を本気に捉える気分はなかった。年が改まった2月7日、AIMR、NASD（米証券業協会）、NYSEの3者が、この日揃って「アナリストと投資業務」「アナリストの報酬」について結論的な提案や決定を行う。これ以後、新たなルールの実効性の有無が議論の焦点になった。

▼【第3幕　1場】急展開のアナリスト問題
ニューヨーク司法当局V.S.メリルリンチの「改善命令」攻防
4月26日メリル株主総会　コマンスキー会長の謝罪

証券アナリストの中立性をめぐる「利益相反」の問題で、強力なイニシアティブを発揮し、決着への道筋をつけたのはエリオット・スピッツァー氏が率いるニューヨーク州司法当局だ。同氏の踏み込んだ取り組みが急転直下の解決をもたらした。4月8日、司法当局は業界最大手メリルリンチに対し、「顧客企業との関係強化をねらって投資判断を甘くし、

投資家を傷つけた」とし、裁判所に業務改善命令を申し立てた。

この時、ウォール街の大手証券会社に対する10カ月にわたる内偵が進行していた。「調査内容は昨年末退任したインターネット株担当の人気アナリスト、ヘンリー・ブロジェット氏らの行動が柱。投資家向けの投資判断がゆがんでいた証拠として、ネット株の評価をめぐる内部のやりとりを暴露した。それによると、メリルは基本的に売りの投資判断をしなかった。肯定的な判断を打ち出していた銘柄に対しても、内部では『この株は火薬箱だ』『ジャンク（くず）』『いずれ売り推奨になる』などとしていた。さらにアナリストが、法人顧客を抱える投資銀行部門から圧力を受けている例として『われわれが投資銀部門から独立しているなんて、大きなうそだ』とのアナリストの不満を紹介している」（「ＮＹ州「アナリスト独立性」追及　メリル、妥協点探る」日経金融新聞02年4月17日）。

州内の投資家を保護するためにアナリスト問題で証券会社を調査するニューヨーク州司法当局の登場は、ウォール街を刑事告発の淵際に一気に追い詰めた。

【表5】ニューヨーク州とメリルリンチの主な主張

	NY州	メリルリンチ
手　法	書類3万点以上、数千通のEメール、20人近い証人を調査した	限られた数のEメールを抜き出しており、会話も一部に過ぎない
ネット株の投資判断	否定的な見方をしていたのに売り推奨をしなかった	全銘柄に最高のリスク表示をして警告していた
投資銀行部門との利益相反	情報面で調査部門は独立していなかった	投資銀行部門、エクイティ部門に業務報告をしていなかった
	アナリストの報酬は投資銀行業務と関連していた	報酬は幅広い要素で決まり、直接関連しているわけではない
	アナリストは担当企業の調査以外の業務もしていた	調査リポートに担当企業との業務上の関係がある可能性を明記している

（「NY州「アナリスト独立性」追及　メリル、妥協点探る」日経金融新聞02年4月17日から）

4月8日の提訴を受けて、裁判所は投資家向けリポートに顧客との取引関係を明記するよう命じた。同時にニューヨーク司法当局とメリルリンチは、4月19日まで命令の実施を延期することで合意した。この10日間の攻防が、その後の展開を決めた。4月26日に予定されたメリルリンチの年次株主総会がデッドライン。これが双方の目安だった。

NY州の司法当局がアナリストの社内でのＥメールを通じたやりとりを公表し、地裁の業務改善命令を受けた時、メリルリンチの反応は反発トーンだった。「調査部門の誠実さや独立性という点でメリルはリーダーだ」「州側は証券会社の調査部門が資本調達でどのような役割を果たしているのか基本的にわかっていない」と。しかしその後、姿勢は軟化する。4月17日、02年第1四半期決算発表の席でこう発言した。「Ｅメールには不適切でわれわれの基準に大きく及ばないものもあった」。4月18日、結局、メリルリンチは「アナリストが投資判断をつけた企業との投資銀行業務の関係を公表すること」で本件の決着をつける。続く「21日は『アナリストの見方が、正式な投資判断と一致しなかった事例があったことを心から残念に思う』との声明を出した。世論の反発が強まり、強気の態度は逆効果と判断したもようだ」（「メリル、アナリスト問題で合意ー信頼低下恐れ強気転換、顧客の訴訟、今後の焦点」日経金融新聞02年5月23日）。

4月26日、同社の株主総会。デービッド・コマンスキー会長は、明るみに出たＥメール

の件は同社の方針とは相いれないとし、遺憾の意を明らかにした。「顧客や株主、従業員に謝罪したい」と表明した。総会の場で、非を認めたのだ。「トップが公式に謝罪すると、同社の投資判断で損をした投資家からの訴訟を招くリスクがあるが、株主の不満は強く、総会での謝罪という異例の対応を余儀なくされた」（「米株主総会経営者に警鐘ー企業統治、透明性を要求、改革進展促す（グローバル経営）」日本経済新聞　02年6月3日）のだった。

▼【第3幕　2場】決着がもたらす新たなアナリスト推奨レポートの体裁

これに続いて同社の対応措置が明らかになった。「メリルは6月までに投資家向けの企業調査リポートで、過去1年間にその企業の株式引き受けや合併・買収（M&A）を担当し、投資銀行業務で報酬を得ていたかどうかなどを明記。これに先立ち、今月24日までにインターネット上のウェブサイトで企業名などを公開する。企業に対する投資判断の比率についても公表。『強い買い推奨』から『売り推奨』まである中期判断のうち、買いや売りの比率を示す。情報開示の強化により、アナリストの独立性を判断する材料を提供し、外部の評価にさらす」（「米メリル、アナリストの投資判断に透明性ー業務との関係公表」日本経済新聞　02年4月20日）。新たなアナリスト推奨レポートのスタイルが見えてきた。

アナリスト・レポートに関する新たな情報の登場は市場に新しい判断材料を加える。市場関係者や投資家はレポートが提供する新しい要因を読もうとする。それにはそれだけの理由がある。「アナリストが投資判断を低めに出しがちになるとみられるからだ。25日現在、モルガン・スタンレーの北米株の投資判断の内訳は、投資成果が市場平均を上回る『買い』が全体の33%、市場並みが46%、下回る『売り』が22%。売りの割合がウォール街でトップとされるのが自慢だ」（「アナリスト癒着道半ばの改革（上）米証券への不満　透明性確保動き広がる」日経金融新聞02年6月27日）。

▼AIMRの提案（4月19日）、SECのアナリスト新規制案採択（5月8日）

ニューヨーク司法当局とメリルリンチが合意に達した4月19日、米証券アナリスト協会と別称されるAIMRもアナリストの中立性を高める内容の提案をまとめ、SECに提出した。「投資銀行業務の利益に相反するリポートなどを公表すれば、待遇面で不利になりかねないとの不安があると指摘」し、「仮に投資銀行部門からの報酬を得た場合、その割合も開示すべきであり、少なくともアナリストが関与した取引案件の金額と無関係でなければならないと主張」した。アナリストの専門家集団だけに「アナリストの投資判断については、『買い』や『売り』などの単純な推奨だけでなく、調査に基づいたリスク特性と時間軸の三要素を明記することを求めた」（「米証券アナリスト協会、中立性高める案策定」日経金融新聞　02年4月23日）。また「アナリストがインタビューなどでメディアに出る際には、会社側は無料か最低限の料金で該当する調査リポートを提供するべきだとも指摘している」（同記事）。

『IRの話題』の前号でも紹介したとおり、2月7日、AIMR、NASD（米証券業協会）、NYSEの3者が、アナリストが投資銀行部門から得る報酬を制限したり、アナリストが所属する証券会社が担当企業の株を一定以上持つ場合、公表を義務づける提案を行っていた。これを受け、5月8日、SECは規則変更を承認した。引き受けなどの投資銀行業務から得られる収益のアナリストへの分配制限や、投資銀行部門がアナリストを監督することを禁止する規則を承認したのだ。「再発防止のための規則改正」だが、すでにニューヨーク州司法当局が証券各社と合意に達した内容と大差がない。

なんといっても、「この問題に影響を与えそうなのは、メリルリンチのアナリスト問題を追及するニューヨーク州司法当局の動きだ。両者は先月、メリルがアナリストの担当する企業との、投資銀行業務の関係を公表することで合意。その後も投資銀行、調査両部門の関係の見直しを軸に和解交渉を続けている」（「米SEC、アナリスト新規則、投資銀行部門の影響力排除図る―業界全体に波及も」日本経済新聞　02年5月10日）。両者の交渉を関係者は、かたずをのんで見守っていた。実は、4月18日の合意後も、罰金やアナリスト組織のあり方などについての両者の協議は続いていたからだ。「組織の抜本改正も含め、明確な形での両者の分離を求めている」州司法当局に対し、刑事訴追を迫られたメリルリンチは「『いかなる変更も、業界すべてに適用すべきだ』と主張しており、業界共通のルールになる可能性がある」（前掲記事）。

▼【第4幕　1場】02年5月21日、メリルリンチ、1億ドルの罰金で司法取引
⇒NY州エリオット・スピッツァー司法長官が切り開く新時代のルール

5月21日、両者は合意に達する。「メリルがアナリストの報酬を投資銀行業務と無関係に決める」「メリルはニューヨーク州や他の州に合計1億ドル（約125億円）の罰金を払う。州側は他の大手証券にも調査部門の投資銀部門からの独立を求めていく」（「アナリスト中立性問題、米メリル、罰金１億ドル報酬体系、投資銀業務と分離」。日本経済新聞02年5月22日）。罰金1億ドル。これは和解時の罰金としては米証券界で6番目に当たる巨額の罰金だ。その金額に関係者は身震いし、ウォール街に衝撃が走った。

【表6】エリオット・スピッツァーNY州司法長官の発言要旨

- 今回の和解は、ウォール街のあり方を変える真の改革だ。メリルが支払う罰金1億ドルはどんな会社にとってもかなりの金額だ。メリルだけでなく、ウォール街のすべての参加者に、われわれが発見したような(アナリストの利益相反などの)行為は受け入れがたいものであるというメッセージを送ることになる。
- 投資銀行業務を持ち、一般にアナリストリポートを公表しているウォール街の他のすべての主要な証券会社に対する調査を続ける。メリルリンチと合意したような改革が業界の標準にならなければならない。
- 投資銀行業務部門とアナリストの関係を完全に分断するわけではない。われわれが求めてきたのは、両者の報酬の連動を断ち切るということだ。アナリストと投資銀行部門は今後も、お互いに連絡しあい一緒に働く。しかし報酬は完全に分離する。
- メリルで見つかった構造問題は、他の会社でも存在すると信じる。証券業界に特有の問題だ。いま発表している案が、今後のひな型となっていくだろう。アナリストと投資銀行部門の業務障壁が設けられてきたが、必ずしも十分に機能していなかった。

（「メリル、アナリスト問題で合意――NY州司法長官、『他社への調査継続』」
日経金融新聞02年5月23日から大和IR作成）

この合意には、メリルリンチの言い分も採用された。「同州のエリオット・スピッツァー司法長官は記者会見で『メリルとの合意は他社のひな型になる』と強調した」（前掲記事）。「メリルリンチ以外の他の大手証券会社に対する調査も続け、同様の業務改革を求める方針を表明した」同長官は概略、次のように続けた。「メリルリンチと合意したような改革が業界の標準にならなければならない」。業界標準がここで決定された。

「投資銀行業務部門とアナリストの関係を完全に分断するわけではない。われわれが求めてきたのは、両者の報酬の連動を断ち切るということだ」「アナリストと投資銀行部門は今後も、お互いに連絡しあい一緒に働く。しかし報酬は完全に分離する」。スピッツァー司法長官は証券経営の業務内容に言及した。「メリルで見つかった構造問題は、他の会社でも存在すると信じる。証券業界に特有の問題だ」（「メリル、アナリスト問題で

合意－ＮＹ州司法長官、『他社への調査継続』」日経金融新聞02年5月23日）。

▼【第4幕　2場】各社（ゴールドマン、CSFB、ソロモン）も
アナリスト問題への対応措置を発表

この合意が発表された5月21日、ゴールドマン・サックスはジェラルド・コリガン前ニューヨーク連邦準備銀行総裁が、アナリストから調査部門と投資銀行部門との利益相反問題の相談を受けるオンブズマンのポストに就任すると発表。報酬委員会でもアナリストの報酬が決まる仕組みを検討する事も明らかにした。近年、世界各地の市場監督当局と係争が続発したクレディ・スイス・ファースト・ボストン。その最高経営責任者（CEO）に迎えられたジョン・マック氏も同日、声明を発表した。「アナリストが客観的で誠実になるために必要なことは何でもしたい」と。同証券は後日、アナリストを人事評価する際、調査リポートの質など投資家への貢献度に重点を置き、客観的な投資判断をしているかどうかを点検する委員会も設置することにした。

ソロモン・スミスバーニーも、投資判断の実態を点検する委員会を設置する方針や、アナリストの報酬を投資銀行業務と切り離すことを決めた。「米証券界では『メリルと同じ措置をとらないと、アナリストの中立性が確保されていないとの疑惑を招く』との雰囲気だ」（「アナリストの中立性確保、メリル追随拡大－米でＣＳＦＢなど」日本経済新聞夕刊02年5月27日）。業界の監督権限をもたないニューヨーク州エリオット・スピッツァー司法長官にとって、メリルリンチと同様の合意を他の証券各社と取り付けることが必要だった。いまや流れは決定的だった。「刑事訴追」の権限を背景に、同長官が証券市場の新時代を切り開いたのだ。

【表7】主要証券のアナリスト改革策

メリルリンチ	○アナリストの報酬は投資家へのサービスで評価 ○投資判断をチェックする委員会を設置 ○投資銀行部門と調査部門の電子的なやりとりを監視 ○担当企業との投資銀行業務での関係の公表 ○投資判断の内訳を公表
ゴールドマン・サックス	○調査オンブズマンを任命 ○独立した委員会が調査部門のあり方を監視 ○報酬委員会がアナリストの報酬をチェック
ソロモン・スミスバーニー	○投資判断などをチェックする委員会を設置

（「アナリスト監視強化、米証券大手、メリルに追随－市場の信認回復狙う」
日本経済新聞02年5月23日）

7月9日全米証券業協会（NASD）が定めた新規則が発効し始めた。「証券アナリストがテレビに出演して特定の企業について語る際、その企業の株式を保有しているかどうかを明らかにしなければならない－」（「米の証券アナリスト規制、９日発効・TV出演時に投資内容公開」02年7月6日）時代がはじまった。「新規則ではテレビ出演するアナリストに、担当企業への投資状況などを開示させることで、個人投資家に対しアナリストの利益相反の可能性について注意喚起する効果を狙う」（同）。

▼【幕が下りてから】アナリスト問題でSECは何をしたか
⇒4月25日の証券各社の調査で、アナリスト疑惑10件
⇒5月8日アナリストに対する規制案

4月18日ニューヨーク司法当局とメリルリンチが合意を発表したが、SECは、その１週間後の4月25日になって、ニューヨーク州司法当局と同様の調査に乗り出した。大手証券各社に対しアナリストに関する社内調査の結果を1－2週間内に提出することを求めたのだ。

「今回の疑惑では、スピッツァー・ニューヨーク州司法長官が先行。捜査の結果、同社のアナリストたちが、投資家向け情報で推奨した企業の株をＥメールで情報とは裏腹にけなしていたことが判明した。このため、SECは市場の信頼性にかかわる連邦政府の問題だとして、25日、同州司法当局やニューヨーク証券取引所などと協力して捜査に乗り出すことを表明。再発防止のための規則改正も検討している」（「アナリスト情報操作疑惑　メリルリンチ謝罪　ＳＥＣが調査開始宣言」産経新聞　02年4月28日）。「SECのピット委員長はニューヨーク州のスピッツァー司法長官と会談し、SECと州司法当局が調査で協力することを確認した」（「米証券アナリスト、ＳＥＣが本格調査－『利益相反行為』対象に」日本経済新聞　夕刊02年4月26日）。

5月31日、米下院エネルギー・商業委員会のマーキー議員（民主党）は、SECが調査している証券アナリストの不正疑惑が10件に上ると、明らかにした。10件のうち、4件はアナリストが自分の担当する上場企業の株式を不正に売買した疑惑で、すでに5件について本格的な調査が始まっているという。「他方、全米証券業協会（NASD）とニューヨーク証券取引所も37件の問題を調査中だ」（「米SEC、アナリスト疑惑10件調査、担当企業株売買など追及」日本経済新聞　夕刊02年6月1日）。

5月8日、SECは「再発防止のための規則改正」を承認した。前出のとおり、すでに明らかになったニューヨーク州司法当局が証券各社と合意に達した内容と大きな差はない。SECの後追いは明らかだった。

1年前、01年6月28日SECは「アナリストの推奨に対し、投資家に警告する」と「アナリストをアナライズする」報告書を発表し、１ヵ月後の7月31日、アンガー委員長代行(当時)が下院金融サービス委員会で証言したり、アナリスト問題を先頭にたって引っ張っていた。その姿勢は失せたのだろうか。SEC批判が巻き起こる所以だ。

▼7月24日、SEC「アナリスト・サーティフィケーション（＝証明）」の提言
8月14日、財務報告の正確性にCEO、CFOの署名宣誓は97％
⇒ピット委員長の反転攻勢が始まる

7月21日、米通信大手ワールドコムはニューヨーク連邦破産裁判所に連邦破産法11条（会社更生法）の適用を申請した。負債額328億ドル（約3兆8千億円）。01年12月に破たんしたエンロンを上回る米史上最大の倒産だ。

「米大手証券にアナリストの中立性を巡る問題が再び浮上、市場の地合いを悪化させている。22日はシティグループのソロモン・スミスバーニーと同社通信アナリストに全米証券業協会が法的手段を講じる計画が表面化、シティグループ株は商いを伴って急落した。アナリストの信頼低下が続けば投資家の株離れに拍車がかかる恐れもある」「問題になったのはソロモンの通信アナリスト、ジャック・グラブマン氏。同日のウォールストリート・ジャーナルによると、昨年破たんした新興通信会社株について、投資銀行部門の顧客なのを理由に高い投資判断を投資家に示していたという。同氏はワールドコムに関しても、経営陣に事業の助言をするなどの密接な関係が明らかになっていた」（「米証券アナリスト信頼低下、疑惑新た揺れる市場－シティグループ急落」日本経済新聞　夕刊02年7

月23日）。

7月24日、SECは、証券アナリスト業務の透明性向上を目指す新規則を提案する(http://www.sec.gov/news/speech/spch578.htm)。「アナリストの企業分析リポートに個人の見解が正確に反映されているかを明<記させると同時に、アナリストの報酬の金額や目的、財源などの公表も義務付ける」（「米SEC、アナリスト業務の透明性向上を提案へ」日本経済新聞　夕刊　02年7月25日）。最大45日のパブリック・オピニオン期間を設定し、意見を募っている。「ピットSEC委員長は『投資家からの不信感を払拭するため、証券会社は自主的に新規則案で示した内容を採用するよう望んでいる』との意向を示した」（同記事）。

これに応じたのが日興ソロモン・スミスバーニー証券のアナリストレポートに掲載された「アナリスト・サーティフィケーション（＝証明）」だ。前回の『IRの話題』（02年8月23日）の冒頭で紹介した。同社の素早い対応には、それなりの事情があったということか。

この「アナリスト・サーティフィケーション」は、7月30日、ブッシュ米大統領が署名した「企業改革法（サーベンス・オクスリー法）」で最高経営責任者（CEO）や最高財務責任者（CFO）に求めたのと同様、アナリストに署名宣誓を求めている内容で、パブリック・コメントは最長45日間。8月14日、6月末が四半期決算に当たる695社が最初の届出期限を迎えた。不十分な宣誓内容に止まったのはわずかに16社。宣誓書の提出は97%を超した。米国有数の証券弁護士、SEC委員長ハーベイ・ピット氏が打ち出した第２弾だ。同委員長の反転攻勢が始まった。■

【参照】『IRの話題』でアナリスト問題を深めるために ――――― 。

01年5月2日	「FD規制にIRの『拡大均衡』を求めるアナリスト協会の提案書 アナリストの懸念は解消されたか」
6月8日	「年次総会で占うアナリスト（AIMR）、IR担当者（NIRI）の問題意識 －利益相反・メディア・公平開示」
7月19日	「世界の証券市場を揺るがす『アナリストの利益相反問題』」 「月内にも証券アナリストを調査の深層海流」
7月27日	「『売り推奨』レポートが市場に出たら、貴社はどうするか？沈黙か反論か （リアクションなし：日本大手企業70%、英米企業43～52%）」
9月28日	「アナリストが現場のIRに求めるIR責任者（IRO）の役割・ウェッブサイトの 効用～ 『リサーチアナリストによるディスクロージャー優良企業選定（平成13年）』 から」
02年3月8日	「エンロン・スキャンダルの展開の中、最終場面を迎える 『アナリストの独立・調査の客観性基準』」
8月23日	「証券アナリストの「利益相反」問題が決着する論理と経緯」（上） －「報酬の源泉」「投資銀行業務の関係」をアナリストレポートに掲載、 「アナリスト・サーティフィケーション」の登場－

米山徹幸　tetsu.yoneyama@daiwair.co.jp

(c) Daiwa Investor Relations Co.Ltd.

乙第五二号証の一

(2)

Daiki Kajino/db/dbcom
2007/05/09 19:19

To Tomohiko Kimura/Tokyo/DBJapan/DeuBa@DBAPAC
cc
bcc
Subject Fw: Staff - Privileged & Confidential

Kimura-san

As we discussed in this morning, I explained the current situation to Murakami-san in HR.
After that, I arranged conference call with Sunil Madan and it is already fixed on tomorrow at 17:00 (Tokyo Time).
Murakami-san and I will have a conference call with him and ask him about our concerns.
If you need to join it, please let me know.

As to investigation of Frank's e-mail for Pipeline issue, I will start it as soon as I obtain Mitch's approval.

Regards,

☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆
Daiki Kajino (梶野 大毅)
Compliance Department
Deutsche Bank AG, Tokyo Branch
Tel : +81-3-5156-7738
Fax: +81-3-5156-6006
daiki.kajino@db.com
☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆☆

------ Forwarded by Daiki Kajino/db/dbcom on 2007/05/09 19:13 -----

(1)

Mark Grolman/Sydney/DBAustralia/DeuBa@DBAPAC
2007/05/09 19:09

To "Dick Walker" <richard.h.walker@db.com>, janice.reznick@db.com, rachel.blanshard@db.com, jiana.leung@db.com, "Kiyoshi Murakami" <kiyoshi.murakami@db.com>, "Andrew Hume" <andrew.hume@db.com>, "Daiki Kajino" <daiki.kajino@db.com>, "Mr. Tomohiko (Tom) Kimura" <tomohiko.kimura@db.com>
cc
Subject Staff - Privileged & Confidential

PRIVILEGED & CONFIDENTIAL

Below are draft notes of the interview I had with Frank Forelle yesterday.

NEXT STEPS

I suggest for your condsideration that the next steps should be:

(a) we interview Sunil Madan. Tom Kimura has agreed to do that by telephone as soon as possible this week;

(b) when Deepak Moorjani returns to Tokyo from the US next week, we press him again to produce all evidence he has of any alleged violations or wrongdoing. In the two weeks since he was interviewed he has not produced any evidence;

(c) agree a letter to Mr Moorjani in response to his letter. I suggest that this letter be signed by David Hatt as President and CEO of DSI (the employer of Mr Moorjani). David Hatt has been briefed on this matter. I will draft the response letter for your review. Once agreed, that letter should be delivered to Mr Moorjani.

I also propose giving the draft notes of meeting to Frank Forelle to check for accuracy.

FOR IMMEDIATE RELEASE 2001-68

Richard H. Walker, Director of Enforcement, to Leave the SEC

Ten-Year Tenure at Commission Also Includes Service as General Counsel and Director of Northeast Regional Office

Washington, D.C., July 10, 2001 - Richard H. Walker, Director of the Securities and Exchange Commission's Division of Enforcement, announced today that after 10 years of service, he will be leaving the Commission and will return to the private sector. He has not yet accepted a new position and will remain at the Commission for a short period to assist with the transition to a new Chairman.

Acting Chairman Laura Unger said, "America's investors have benefited greatly from Dick Walker's presence at the SEC. He has served the Commission masterfully in three demanding positions, bringing enormous intellect, judgment and grace to each. He has been a leader of the staff, an ambassador of the agency, and a respected colleague and friend."

Mr. Walker said, "It has been a privilege to spend 10 years at this great agency and to work with colleagues who are the best in government. I am extremely proud to have had a hand in the Commission's work and to have contributed to its mission of protecting investors. The opportunity to serve under three distinguished Chairmen and nine outstanding Commissioners, working side by side with countless members of the staff who inspire me daily with their talent and dedication, has been the highlight of my legal career."

Mr. Walker became Director of Enforcement in 1998 after serving as the Commission's General Counsel from 1996 to 1998 and Regional Director of the Commission's Northeast Regional Office in New York from 1991 to 1996. As Director of Enforcement, Mr. Walker headed the Commission's largest Division and directed the Commission's nationwide enforcement effort. He spearheaded the Division's attack against earnings management and other financial reporting abuses, established the Commission's Internet enforcement program, and led the Commission's efforts to secure more criminal prosecutions for violations of the federal securities laws.

* Mr. Walker was the driving force behind some of the most significant financial fraud cases ever brought by the Commission, including those involving W.R. Grace, Livent, Cendant, McKesson HBOC, Microstrategy, Sunbeam, and Arthur Andersen, and the 1999 landmark auditor independence case against PricewaterhouseCoopers.

* In the Internet arena, Mr. Walker created the Division's Office of Internet Enforcement and led the Commission's attack against Internet securities fraud.

Those efforts have resulted in approximately 250 cases to date, including successful prosecutions relating to manipulations of PairGain, Emulex and Lucent.

* Mr. Walker forged strong partnerships with federal, state and local prosecutors and the F.B.I., resulting in record numbers of criminal prosecutions of securities violations. He aggressively attacked microcap fraud and organized crime involvement in securities activities through coordinated civil and criminal prosecutions. He also orchestrated the Commission's participation in major undercover sting operations, including Operation Thorcon (resulting in multiple successful prosecutions and civil cases arising out of bribes by corrupt promoters) and Operation Uptick (involving the largest number of people ever charged with securities fraud -- over 100 -- including organized crime affiliates).

Mr. Walker received numerous awards during his tenure at the Commission, including the Chairman's Award for Excellence under both Chairman Levitt and Chairman Breeden, the Commission's Distinguished Service Award, the Presidential Rank Distinguished Service Award and the Commission's Law and Policy Award, awarded for his participation in the government's successful appeal in U.S. v. O'Hagan, which upheld the misappropriation theory of insider trading.

Before joining the Commission, Mr. Walker was a partner at Cadwalader, Wickersham & Taft in New York City. He began his legal career as a law clerk to Chief Judge Collins J. Seitz of the U.S. Court of Appeals for the Third Circuit.

Mr. Walker received his B.A. from Trinity College in 1972 where he was a member of Phi Beta Kappa. He received his J.D., cum laude, from Temple Law School, where he was Editor-in-Chief of the Temple Law Quarterly.

* * * *